

Endringene i innsidehandelsbestemmelsen i 2001

Vphl. § 2-1 Første ledd, innsidehandel.

Kandidatnr: 430

Veileder: Margrethe B. Christoffersen

Leveringsfrist: 25.11.03

Til sammen 7558 ord

24.11.03

Innholdsfortegnelse

1	<u>INNLEDNING</u>	1
1.1	VERDIPAPIRHANDELLOVENS REGLER OM FORBUD MOT INNSIDEHANDEL	1
1.2	HENSYN BAK INNSIDEREGLENE	2
1.2.1	SIKKER, ORDNET OG EFFEKTIV HANDEL	2
1.2.2	ANDRE GENERELLE HENSYN	2
1.2.3	FORMÅL MED ENDRINGENE	4
1.3	KORT OM VERDIPAPIRMARKEDET OG VIKTIGHETEN AV INNSIDEBESTEMMELSENE	4
1.4	SAKLIG OG STEDLIG VIRKEOMRÅDE FOR VPHL. § 2-1	5
1.5	RETTSKILDER	5
1.5.1	FORARBEIDER	5
1.5.2	OFFENTLIGE ORGANERS PRAKSIS	6
1.5.3	JURIDISK LITTERATUR	6
1.5.4	RETTSPRAKSIS	6
1.6	FORHOLD TIL EU-/EØS-BESTEMMELSER	6
1.7	VIDERE DISPOSISJON	7
1.8	AVGRENSNINGER	7
2	<u>KRAVET TIL OPPLYSNINGENS KARAKTER</u>	8
2.1	BAKGRUNNEN FOR ENDRINGENE	8
2.1.1	TIDLIGERE BESTEMMELSE	8
2.1.2	BEHOV FOR Å BEDRE UTTRYKKE KRAVET TIL OPPLYSNINGENS KARAKTER	8
2.2	TOLKNINGEN OG FORSTÅElsen AV DAGENS BESTEMMELSE	9
2.2.1	GENERELT OM FORMULERINGEN ”IKKE ER OFFENTLIG TILGJENGELIG ELLER ALLMENT KJENT”	9
2.2.2	FORTSATT ET VISS KRAV TIL FORTROLIGHET?	11
2.2.3	FORTSATT KRAV TIL VISS PRESISJON?	12
2.2.4	OPPSUMMERING	13
3	<u>KRAVET TIL KURSPÅVIRKNINGEN</u>	15
3.1	OM FORSTÅElsen AV DEN TIDLIGERE BESTEMMELSEN	15

3.1.1	KRAVET TIL VESENTLIGHET	15
3.1.2	HENSIKTEN MED Å FJERNE VESENTLIGHETSKRAVET	15
3.2	TOLKNINGEN OG FORSTÅElsen AV DAGENS BESTEMMELSE	17
3.2.1	GENERELT OM FORMULERINGS "EGNET TIL Å PÅVIRKE KURSEN"	17
3.2.2	OM DANSK RETT	19
3.2.3	SANNSYNLIGHETSKRAV TIL KURSPÅVIRKNINGEN	19
3.2.4	INNSKJERPELSE AV KRAVET TIL KURSPÅVIRKNING	20
<u>4</u>	<u>KONKLUSJONER</u>	<u>22</u>
4.1	OPPNÅELSE AV ENDRINGENES MÅLSETNINGER	22
4.2	DE LEGE FERENDA SYNSPUNKTER	23
<u>5</u>	<u>LITTERATURLISTE</u>	<u>A</u>

1 Innledning

1.1 Verdipapirhandelens regler om forbud mot innsidehandel

Verdipapirhandelloven, lov om verdipapirhandel 19.juni 1997 nr.79(vphl.), § 2-1 ble endret med lov nr. 80/2000 (i kraft 31. mars 2001), på bakgrunn av et høringsnotat i brev 21 januar 2000 fra Kredittilsynet om ”forslag til begrenset revisjon av verdipapirhandelloven – tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.” som var utarbeidet sammen med Oslo Børs og Økokrim. Det ble foreslått flere endringer i lovreguleringen i tillegg til i vphl. § 2-1. Arbeidet ble avsluttet og etter en høringsrunde fikk den sitt resultat i lov nr 80/2000 (i kraft 31. mars 2001)

Den gjeldende bestemmelsen lyder nå:

§ 2-1. Misbruk av innsideopplysninger

Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs eller norsk autorisert markedsplass eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke foretas av noen som har opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. Jf.

Verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd, første pkt., Norges lover (1687-2001)

Jeg skal i oppgaven ta for meg hva endringene ved lov nr 80/2000 i vphl. § 2-1 første ledd, første pkt. vil medføre og eventuelt allerede har medført. Det vil si hvilke reelle effekter de har og kan tenkes å få. Bestemmelsen regulerer misbruk av kurssensitiv informasjon om finansielle instrumenter, altså det som kalles ”innsideopplysninger” eller ”innsideinformasjon”. Oppgaven skal begrense seg til endringene i første pkt. Der er kravet om at opplysningen skal ha ”vesentlig” effekt på kursen fjernet, det vil si en forandring i kravet til kurspåvirkning. Man har ved lovendringen også omformulert kravet i vphl. § 2-1 første ledd, første pkt. til opplysningens karakter fra ”presise og fortrolige” til ”ikke offentlig tilgjengelig eller alment kjent i markedet”. Jeg vil altså

vurdere endringene i vphl. § 2-1 1. ledd, 1. pkt. av kravet til opplysningens karakter og kravet til kurspåvirkningen.

Jeg vil også kort ta for meg hvor Norge står i forhold til de gjeldende EØS-reglene og en del andre lands rett, dette blir gjort i innledningen og underveis i drøftelsen av de forskjellige bestemmelsene.

1.2 Hensyn bak innsidereglene

1.2.1 Sikker, ordnet og effektiv handel

Verdipapirhandelens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel med finansielle instrumenter, jf. vphl. § 1-1. Dette er da også hovedformålet med lovens §2-1 om misbruk av innsideopplysninger, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt.1. Forbudet i §2-1 skal bidra til at investorer i markedet sikres mest mulig lik behandling for å styrke markedets evne til å tiltrekke seg investorer og således bidra til økt likviditet, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt.1.

1.2.2 Andre generelle hensyn

Det er også mange andre hensyn som ligger bak lovens bestemmelser om ulovlig innsidehandel. Jeg skal her kort ta for meg noen av disse.

I et internasjonalt perspektiv er det et hensyn at Norge bør ha liknende regler som andre sammenlignbare land. De fleste land med markedsplasser for verdipapirhandel har innført regler om innsidehandel, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt. 3.4 og (Reed:1996: s.37).

Det har i den norske debatten vært tilløp til argumenter om at behovet for tillitt til markedet blandes med ønsket om å ramme økonomisk kriminalitet spesielt. Det har de siste årene vært sterkere fokusering på økonomisk kriminalitet og de strenge norske innsidereglene kan også ses som et resultat av dette (Reed:1996: s.37).

Innsideregulene har også vært begrunnet i ”samfunnsmessige” hensyn og hensynet til ”forbrukerinteresser”. Det pekes blant annet på verdipapirhandelens samfunnsmessige betydning. De senere år har små-investorer i større grad gjort seg gjeldende på verdipapirmarkedet, bl.a. gjennom tilgangen til handel over internett. Å verne ”forbrukerinteressene” har derfor blitt et viktigere hensyn i senere år (Reed: 1996: s.35)

Et annet hensyn som har vært hevdet er at et sikkert verdipapirmarked krever at grunnlaget for transaksjoner i markedet er så pålitelige som mulig. Og dette forutsetter i sin tur at aktørene handler på samme informasjonsgrunnlag (Reed: 1996: s.34)

Det vises også til det hensyn at innsidehandel strider mot rettferdighets- og rimelighetsbetraktninger som nok synes å ha bred støtte i den mer intuitive offentlige debatt (Reed:1996: s.36)

Det har vært hevdet at ordnet verdipapirhandel forutsetter at de impliserte parter opptrer i samsvar med god forretningsskikk og ikke gjør bruk av utilbørlige forretningsmetoder. Både ønsket om å beskytte den enkelte mot tap og de samfunnsmessige hensyn krever egnet reaksjon mot utilbørlige spekulasjonsformer og forretningsmetoder, NOU 1978:42 s. 78-79 (Reed: 1996: s. 34).

En av de fremste kritikerne mot innsidehandelbestemmelser var Henry Manne i boken ”Insider Trading and the Stock Market” 1966. Han hevdet blant annet at innsidehandel bidrar til å få frem verdipapirenes virkelige verdi, og alt som virker i den retning bør ønskes velkommen og ikke motvirkes. Det er ifølge Manne, insiderne som best kan formidle til markedet den informasjon som er nødvendig for å skape en riktig prissetting av verdipapiret. Det har mot dette blitt hevdet at det ikke finnes empirisk støtte for å hevde at innsidehandler har vesentlig betydning for kurssettingen (Reed: 1996: s.31).

Et annet hensyn mot strenge innsidebestemmelser er at informasjonstilgangen på markedet uansett er ujevn. Alle aktørene i markedet kan umulig ha samme informasjon. Det må altså anses som en del av risikoen med å være tilstede på verdipapirmarkedet.

De ulike hensynene som taler for og mot regler om innsidehandel må balanseres i utformingen av loven.

1.2.3 Formål med endringene

Endringene i vphl. § 2-1 første ledd hadde sin bakgrunn i at det fra flere hold hadde blitt hevdet at forbudet mot innsidehandel ikke har virket tilstrekkelig effektivt eller hatt tilstrekkelig allmenn preventiv effekt. Endringene ble bygget på et høringsnotat utarbeidet av Kredittilsynet, Innst.O nr.111 (2000-2001).

Formålet med endringene i Verdipapirhandelloven har vært å effektivisere, klargjøre og skjerpe forbudet mot ulovlig innsidehandel og reglene som er gitt til forebyggelse av slik handel, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt.1. Jeg skal se nærmere på rettsstilstanden før og etter endringene for å vurdere om endringene har hatt ønsket effekt.

Hensyn bak endringene vil bli utdypet i forhold til de ulike endringene i vphl. § 2-1.

1.3 Kort om verdipapirmarkedet og viktigheten av innsidebestemmelsene

Verdipapirmarkedet benyttes til å kanalisere risikovillig egenkapital og lånekapital til næringslivet og er en av bærebjelkene for finansieringen av norsk næringsliv. Markedet er også avhengig av at privatpersoner ser på kjøp av verdipapirer som et aktuelt investeringsalternativ til sparing i bank, eiendom etc. Den største trusselen mot verdipapirmarkedet er handlinger som skader tillitten til markedet, som f.eks. ulovlig innsidehandel (www.okokrim.no. Økonomisk krim, verdipapirer)

Det norske markedet er relativt lite sammenlignet med andre markedsplasser. Færre aktører og mindre kapitalgrunnlag. Dette innebærer at markedet er relativt gjennomiktig og sårbart for tillitsbrudd som f.eks ulovlig innsidehandel. Det er også mange utlandske aktører i det norske markedet. De står for ca. 30% av investeringene i norske børsnoterte selskaper. Dette er profesjonelle aktører som opererer i de internasjonale verdipapirmarkedene, og tilliten til det norske markedet er avgjørende for at disse aktørene også i fremtiden vil ønske å investere her (www.okokrim.no. Økonomisk krim, verdipapirer)

1.4 Saklig og stedlig virkeområde for vphl. § 2-1

Bestemmelsen gjelder for tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs eller norsk autorisert markeds plass. Finansielle instrumenter er nærmere definert i vphl. § 1-2 annet ledd. Det er gjort visse begrensninger for lovens anvendelse i vphl. § 1-7 for handel i varederivater. Bl.a. kommer ikke reglene om innsidehandel i § 2-1 til anvendelse for disse.

Med autorisert markeds plass menes foretak som organiserer eller driver et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering av finansielle instrumenter, jf. § 1-3 første ledd i lov om børsvirksomhet m.m. av 17.nov. 2000 nr.80.

Bestemmelsen gjelder ved finansielle instrumenter utstedt av både norske og utenlandske selskaper, såfremt de er eller søkes notert på norsk børs eller norsk autorisert arbeidsplass. Den gjelder uavhengig av om det finansielle instrument er primær- eller sekundærnotert på norsk børs eller norsk autorisert markeds plass, Kredittilsynets rundskriv 22/2001.

Om det stedlige virkeområde nevner jeg kort at innsidehandelforbudet gjelder for handel i i finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs eller norsk autorisert markeds plass, uavhengig av om handelen faktisk foretas i det norske markedet, og uavhengig av utsteders, investors eller meglers nasjonalitet eller forretningsted eller bopel. Det vil si at det ikke er et vilkår at selve transaksjonen skal være foretatt over norsk børs eller norsk autorisert markeds plass, Kredittilsynets rundskriv 22/2001.

1.5 Rettskilder

1.5.1 Forarbeider

Da bestemmelsen nylig ble endret har jeg for drøftelsene først og fremst tatt utgangspunkt i forarbeidene til endringene som trådte i kraft i 2001. Det vil si at Ot.prp. nr.80 (2000-2001) blir sentral i drøftelsene. For å kunne sammenligninger med tidligere

gjeldende bestemmelser og hensyn bak disse, vil jeg også noen steder henvide til tidligere forarbeider.

1.5.2 Offentlige organers praksis

Det vil også være vanskelig å slå fast noe sikkert på grunnlag av offentlige organers praksis p.g.a. den nye vphl. § 2-1 sin korte levetid. Men jeg vil bruke Kredittilsynets uttalelser i rundskriv 22/2001 som en kilde for drøftelser.

1.5.3 Juridisk litteratur

Den litteraturen som finnes på området for ulovlig innsidehandel etter vphl. § 2-1, gjelder for det meste bestemmelsene før 2001. En viktig kilde for drøftelser er imidlertid kommentarutgaven til Verdipapirhandelloven som kom i 2002.

1.5.4 Rettspraksis

Det er også vanskelig å fastslå noe sikkert om kravet til graden av kurspåvirkning og kravet til opplysningens karakter utifra rettspraksis i etterkant av endringen i vphl. § 2-1 i 2001. Den eneste domfellelsen har vært en tilståelsesdom, som antageligvis hadde ført til domfellelse også etter de gamle reglene, da det var et rimelig klart tilfelle.

Rettspraksis gir dermed ennå liten veiledning i bruken av vphl. § 2-1 første ledd sitt krav til kurspåvirkelsen og kravet til opplysningens karakter.

1.6 Forhold til EU-/EØS-bestemmelser

Det er antatt at norske regler oppfyller EØS-regler som tilsvarer Rdir. 89/592/EØF om samordning av bestemmelser om innsidehandler. Direktivet inneholder minimumsregler for statenes regulering av innsidehandel, se nedenfor.

Vphl. § 2-1 er en videreføring av vphl.1985 § 6, med enkelte presiseringer og bestemmelsen gjennomfører Norges forpliktelser etter Rådsdirektiv 89/592, art. 2, ”Innsidedirektivet” (Verdipapirhandelloven: Kommentarutgave: 2002: s.77). Norske bestemmelser antas også å gå lenger på noen områder bl.a. ved kravet til ”innsideopplysningens” kurspåvirkning der direktivet med ”innsideinformasjon” ifølge art. 1 nr. 1 mener ”opplysninger av en presis karakter som ikke er blitt offentliggjort, som berører en eller flere verdipapirutstedere eller et eller flere verdipapirer, og som kan få vesentlig innvirkning på det eller de aktuelle verdipapirers kurs dersom de blir

offentliggjort”. Av direktivets art. 1 nr. 1 fremgår det altså at innsideinformasjonen som et minstekrav skal omfatte opplysninger som vil kunne påvirke kursen på de finansielle instrumenter vesentlig, ”likely to have significant effect”. Norge har ikke lenger et vesentlighetskrav til kurspåvirkelsen og har altså et strengere krav til kurspåvirkelsen enn direktivets minstekrav.

Det pågår for tiden arbeid innen EU med å lage en regulering som skal forhindre markedsmanipulasjon. Dette kan da også få betydning for Norge gjennom EØS-reglene om innsidehandel. Det gjenstår å se om disse bestemmelsene vil bli strengere enn de som allerede gjelder i Norge.

1.7 Videre disposisjon

Videre i oppgaven vil jeg ta for meg endringene i vphl. § 2-1 første pkt. på den måten at jeg først (i kap. 2) tar for meg kravet til opplysningens karakter, så (i kap. 3) tar jeg for meg kravet til kurspåvirkning. Til sist (i kap. 4) blir det en konklusjon og tanker om videre utvikling av reglene om innsidehandel. Uttrykkene ”Innsideopplysninger” og ”Innsideinformasjon” vil bli bli brukt om hverandre om opplysninger som omfattes av innsidehandelforbudet i vphl. § 2-1 hvis kriteriene er oppfylt.

1.8 Avgrensninger

Jeg vil i oppgaven bare ta for meg de nevnte endringene i vphl. § 2-1 første pkt. og vil i liten eller ingen grad drøfte dens forhold til øvrige regelverk som berører innsidehandel, som feks. finnes i Børsforskriften (forskrift 17.januar 1994 nr.30) og

Aksjeselskapsloven § 6-28 (lov av 13.juni 1997 nr.44) etc. Jeg vil heller ikke behandle andre endringer som følger av lov nr.80/2000.

2 Kravet til opplysningens karakter

2.1 Bakgrunnen for endringene

2.1.1 Tidligere bestemmelse

Tidligere var kravet til opplysningens karakter i vphl. § 2-1 første ledd formulert slik at det gjaldt ”presise og fortrolige opplysninger”. Hensikten med begrepet ”presise” opplysninger var å i større utstrekning bidra til en avgrensning mot rykter og spekulasjoner (Reed: 1996: s.123). Departementet uttalte ved innførelsen av kriteriet at ”flere av høringsinstansene har, i tilknytning til merknadene i høringsnotatet om at opplysningene må avgrenses mot f.eks. rykter, etterlyst et kriterium i lovteksten som tilsvarer f.eks. EU-direktivets ”presise karakter”.”, Ot.prp.nr.72 (1990-91) s.29. Uttrykket ”presise” skulle stille krav til at opplysningens klarhet, nøyaktighet og troverdighet (Reed: 1996: s.123).

Hensikten med formuleringen ”fortrolige opplysninger” var å avgrense mot opplysninger som var allminnelig kjent eller tilgjengelig, f.eks. ved å være offentliggjort. Vurderingen av om det forelå ”fortrolige opplysninger” som var til hinder for handelen med finansielle instrumenter var således knyttet til i hvilken grad opplysningen var allminnelig kjent eller tilgjengelig, uavhengig av hvordan opplysningen var gjort kjent, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt 3.5.

2.1.2 Behov for å bedre uttrykke kravet til opplysningens karakter

Den gamle ordlyden ble endret ved lov nr 80/2000 og formuleringen er nå opplysninger ”som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.”.

Hovedformålet med endringene i vphl. § 2-1 første ledd var som nevnt å effektivisere, klargjøre og skjerpe forbudet mot ulovlig innsidehandel for å sikre tilliten til markedet, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt.1. At aktørene har tillitt til markedet er nødvendig for å få et effektivt og velfungerende marked. Endringen av kravet til opplysningens karakter begrunnes i at ”ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet” anses å bedre uttrykke hvilke krav som bør stilles enn ”presise og fortrolige” gjorde. Uttrykkene ”presise” og ”fortrolige” hadde skapt usikkerhet om hvilke krav som egentlig gjaldt. Uttrykkene var lette å misforstå i når det gjaldt hvordan de var ment å tolkes, jf. NOU:2

1996/97. Den naturlige forståelsen av ordene ”presis” og ”fortrolige” går i en del tilfeller lengre enn hva som var tilsiktet med bestemmelsen, på en s nn måte at det kan være tvil om regelen frem til endringen har hatt den virkning man hadde ønske om.

Det blir i forarbeidene til lov nr 80/2000 påpekt av  kokrim at det vil alltid være store forskjeller mellom markedsaktørenes informasjonsnivå. Verdipapirmarkedet er således langt ifra det perfekte markedet, der alle har samme tilgang til den fulle informasjonen. Imidlertid mente  kokrim at kriteriene ”presise” og ”fortrolige” var lite egnet til   skille innsidehandel fra mer normal informasjonsulikhet, Ot.prp.nr. 80 (2000-2001) pkt.3.4.

2.2 Tolkningen og forståelsen av dagens bestemmelse

2.2.1 Generelt om formuleringen ”ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent”

I forhold til innsidebestemmelsen skal det ikke være avgjørende hvor opplysningen kommer ifra. I NOU 1996:2 sies det at hensikten med uttrykket ”fortrolige” er   avgrense mot opplysninger som er alminnelig kjent eller tilgjengelig, noe de bl.a vil være n r de er offentliggj rt Dette kommer også frem i høringsnotatet der Kredittilsynet sier følgende ”For   markere at det i relasjon til innsidehandelbestemmelsen ikke er avgjørende hvordan opplysningen er blitt tilgjengelig bør uttrykket ”fortrolige” etter Kredittilsynets vurdering endres til ”ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet”. Også departementet gir uttrykk for det samme og sier i forarbeidene at de er enig med Kredittilsynet i det at ”fortrolige” språklig gir uttrykk for at opplysningen er gjort fortrolig av den som gir opplysningen eller eventuelt at opplysningen omfattes av taushetsplikt, Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) pkt. 3.5.

Hovedregelen er at selskapsspesifikk informasjon som er egnet til   påvirke kursen ikke anses offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet f r informasjonen er offentliggj rt i s msvar med de krav som følger av børsens regelverk (Verdipapirhandelloven, Kommentart tgate: 2002 s. 92). Offentligg relse etter børsforskriften   23-2 anses skjedd først når opplysningene er mottatt av børsen og distribuert i børsens informasjonssystem. Når dette er gjort kan ikke lenger opplysningen ses som ”innsideopplysning”. Opplysninger som skal offentligg res utenom børsens åpningstider, må offentligg res på en betryggende måte som sikrer at

opplysningene blir samtidig og alminnelig tilgjengelig i henhold til børsforskriften § 23-3 (Verdipapirhandelloven, Kommentartutgave: 2002 s. 92). I tillegg må opplysningene være mottatt av børsen og klare for offentliggjørelse før børsen åpner neste handelsdag, slik at markedsaktørene har tilgang til opplysningene når handelen starter. Dette gjelder for opplysninger som selskapet har full rådighet over. Andre opplysninger kan bli gjort alminnelig kjent på andre måter enn gjennom børsens informasjonssystem, og de vil da heller ikke lenger kunne karakteriseres som "innsideopplysninger" i lovens betydning. Det avgjørende for handleforbudet i vphl. § 2-1 må være i hvilken grad opplysningen er offentlig tilgjengelig eller allment kjent, uavhengig av hvordan informasjonen er blitt kjent. Men opplysningene må altså ubetinget anses som offentlig tilgjengelig når de er mottatt av børsen og offentliggjort over børsens informasjonssystemer. Når opplysningene er oversendt børsen, men ennå ikke offentliggjort må handleforbudet fortsatt gjelde, om da ikke informasjonen er allment kjent eller offentlig tilgjengelig på andre måter.

Andre måter som "innsideopplysningen" kan bli allment kjent eller offentlig tilgjengelig er f.eks. gjennom media. Offentliggjøring gjennom fagtidsskrifter eller liknende publikasjoner med generell utbredelse kan være med på å gjøre informasjonen allment kjent i markedet slik at den ikke lenger er å anse som "innsideopplysning". Att en opplysning blir ansett som allment kjent kan også være tilfelle med offentliggjøring gjennom elektroniske medier som f.eks. Reuters, Bloomberg eller liknende som i ikke uvesentlig grad benyttes som informasjonskilde av markedsaktørene (Verdipapirhandelloven, Kommentartutgave: 2002 s. 93). Også opplysninger som kommer frem i utenlandsk presse anses som "offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.", NOU:2 1996: s. 57.

Offentliggjøring som faller utenfor kan f.eks. være ved direkte meddelelse til aksjonærene og ansatte i selskapet. Da vil ikke opplysningene anses som "offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet." før de har blitt offentliggjort eller allment kjent på andre måter og forbudet mot innsidehandel må fortsatt gjelde. Potensiell kurspåvirkende informasjon som gis på en generalforsamling i et utstederforetak med et ikke ubetydelig antall aksjonærer har normalt vært ansett som offentlig tilgjengelig, NOU:2 1996 s. 57, men dette er neppe holdbart da slik informasjon i henhold til børsforskriften § 5-6 skal være oversendt til børsen senest sammen med at

generalforsamlingen tar til. Kurssensitiv informasjon som gis utover det som sendes til børsen kan man ikke anse som offentlig kjent (Verdipapirhandelloven, Kommentaarutgave: 2002 s. 93-94). Aksjonærene er jo en gruppe potensielle selgere/kjøpere til andre aktører som da ikke har vært representert på generalforsamlingen og dermed ikke har hatt tilgang til informasjonen.

2.2.2 Fortsatt et visst krav til fortrolighet?

Etter Kredittilsynets syn var uttrykket ”fortrolige” språklig sett ikke nødvendigvis dekkende for hva som egentlig var meningen med kriteriet.

Kredittilsynet uttalte i i høringsnotatet (s.34) at ”Språklig sett gir uttrykket etter Kredittilsynets oppfatning anvisning på om opplysningen er gjort fortrolig av utsteder eller andre.”, Ot.prp.nr.80 (2000-2001) pkt.3.4. Den naturlige forståelsen av ordet ”fortrolige” går altså lenger enn hva man hadde intendert da man utformet bestemmelsen. Endringen har vært med på å klargjøre bestemmelsen i forhold til hvordan den ellers kunne blitt tolket ut ifra naturlig forståelse av uttrykket ”fortrolige”. Det er ikke meningen at opplysningen må ha vært gitt i fortrolighet for at den skal kunne rammes av regelen. Departementet viser til at når man innførte uttrykket ”fortrolige” ble også ”ikke offentliggjort” vurdert, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt 3.5. ”Ikke Offentliggjort” benyttes i både dansk og svensk rett, henholdsvis ”ikke offentliggjorte opplysninger” og ”icke offentliggjord omständighet”. Dette understreker også at man med ”fortrolige” opplysninger nettopp mente opplysninger som ikke var offentlig tilgjengelig eller allment kjente. Grunnen til at ikke uttrykket ”ikke offentliggjort” ble benyttet, var at det i høringsrunden ble fremmet innvendinger mot at ”ikke offentliggjort” impliserer at det kreves en aktiv handling. Og poenget er jo ikke hvordan opplysningen er blitt tilgjengelig, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt 3.5.

Et tolknings spørsmål som ikke har blitt unngått med den nye formuleringen er om kunnskap til egne og andres planer skal omfattes av bestemmelsen. Kjennskap til egne planer skal ikke omfattes av innsidehandelforbudet selv om disse ikke ”offentlig tilgjengelig eller allment kjent”. Det samme gjelder om flere legger planer sammen, noe som kunne vært antatt å falle under forståelsen av uttrykket ”fortrolige”. Men det er klart sagt i forarbeidene at aktørene må ha lovlig tilgang til å foreta disposisjoner i

henhold til disse planene, Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) pkt. 3.4.. Et vanskelig spørsmål kan oppstå om noen med vitende og vilje offentliggjør sine egne planer for en markedsaktør. Dette kunne vært ansett som ”fortrolige” opplysninger og de er heller ikke offentlig tilgjengelige eller allment kjent, men det kan vanskelig hevdes at den som mottar slik informasjon skal nektes å handle. Et problem som også er igjen etter endringene er i situasjonen der noen gir ”innsideopplysninger” som oppfyller alle lovens kriterier, bevisst for å hindre den andre parten i å handle. Det vil kunne oppfattes som urettferdig å nekte den parten å handle. En utvei som er nevnt for å komme ut av innsidesituasjonen er å ”anmelde” forholdet til Oslo Børs eller Kredittilsynet, Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) pkt. 3.4..

Formålet med endringen var å klargjøre hva som egentlig var ment og dermed unngå misforståelser på grunn av delvis misvisende formulering. Det nye uttrykket ”ikke offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet” er ikke ment å forandre rettstilstanden fra ”fortrolige” i vesentlig grad, men er altså kommet istedet for ”fortrolige” for å unngå misforståelser. Den nye formuleringen mener man bedre uttrykker hvilke krav som bør stilles til opplysningens karakter. Det sies i Kredittilsynets rundskriv 22/2001, at man med endringen ønsker å markere at det i relasjon til innsidehandelbestemmelsen ikke er avgjørende hvordan opplysningen er blitt tilgjengelig for mottakeren.

2.2.3 Fortsatt krav til viss presisjon?

Kredittilsynet var av den oppfatning at kravet om ”presise” opplysninger hadde liten selvstendig betydning, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) s.21. De viser bl.a. til NOU 1996:2 s.56-57 hvor utvalget uttaler at ”Kravet til presise opplysninger betyr ikke at de må være detaljerte eller dokumenterte opplysninger. Er informasjonen i seg selv kurssensitiv må forbudet komme til anvendelse, med mindre den objektivt fremstår som rene rykter og spekulasjoner”.

Det kan reises spørsmål om det at kravet til presisjon er fjernet innebærer at også kunnskap om rykter og rene spekulasjoner nå omfattes av handelsforbudet. Kredittilsynet er av den oppfatning at kravet om at innsidehandelen må være basert på misbruk av innsideinformasjon allerede avgrenser mot rykter og spekulasjoner. I

høringsnotatet (s.32) uttaler Kredittilsynet at ”Poenget er at rykter og spekulasjoner ikke skal kunne anses som ”opplysning” i lovens forstand”, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt. 3.4.. Med dette menes at det allerede i uttrykket ”opplysninger” ligger en grense mot rykter og rene spekulasjoner. Videre i notatet sier Kredittilsynet ”Under enhver omstendighet gir misbruksreservasjonen anledning til å gi bestemmelsen en noe snevrere tolkning enn det som følger av ordlyden når reelle hensyn tilsier dette. Det vises også til at de tilsvarende bestemmelser etter svensk og dansk rett ikke stiller krav om at opplysningene må være av presis karakter.”. Også i Kredittilsynets rundskriv 22/2001 s.4 slår de fast at endringen av kravet til opplysningens karakter ikke er ment å gjøre at rykter og spekulasjoner skal omfattes, det sies ” Poenget må være at rykter og spekulasjoner ikke anses som ”opplysninger” i lovens forstand”, Rundskriv 22/2001.

Økokrim var også enige i endringen der man tok bort kravet til ”presise” opplysninger, og uttaler bla annet ”Slik vi ser det er kjernen i innsidehandel at det handles på grunnlag av informasjon som vil være av interesse for markedet, men som ikke er allment kjent eller tilgjengelig der.”, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt. 3.2.4. Økokrim er enig at den nye formuleringen bedre peker på det sentrale i problemstillingen ved innsidehandel. Videre uttaler Økokrim, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt. 3.2.4 i forarbeidene om betydningen av ”presise” og dets betydning for bruken av bestemmelsen om innsidehandel ”At informasjonen skal være egnet til å innvirke på kursen, stiller sett i sammenheng med at den ikke skal være offentlig tilgjengelig eller allment kjent, i seg selv krav til kvaliteten på informasjonen. Rene rykter og spekulasjoner vil allerede av den grunn falle utenfor.”. Videre har kriteriet ”presis” ofte blitt tillagt en videre betydning, selv om meningen opprinnelig var å skille ut nettopp denne type informasjon, d.v.s rykter og spekulasjoner. Til dels har kriteriet blitt oppfattet som å stille høye krav til graden av eksakthet, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt. 3.2.4.

2.2.4 Oppsummering

Som det fremgår ble det antatt at de tidligere benyttede uttrykkene ”presise” og ”fortrolige” iblant ble feiltolket. Til dels var det lett å misforstå hva som skulle ligge i disse uttrykkene og dette gjorde at bestemmelsen kunne bli vanskeligere å bruke i retten. Den nye formuleringen anses av bla Økokrim og Oslo Børs som lettere å forholde seg til, da den i større grad er overens med den naturlige forståelsen av ordene, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt. 3.4. Dermed har den nye bestemmelsen etter endringen i

2001 vært med på å klargjøre betydningen av innsidehandelforbudet. Kredittilsynet mener også at den tidligere formuleringen vil kunne vanskeliggjøre eventuell bevisførsel da det vises til at uttrykket ”presis” etter naturlig forståelse kan, og til dels har blitt oppfattet som ”et krav om at opplysningen skal være eksakt i forhold til den kursensitive omstendighet”, Ot.prp. nr. 80(2000-2001) pkt. 3.3. Da forbudet mot innsidehandel også er et straffesanksjonert forbud, må man streve etter å ha en mest mulig presis formulering og i størst mulig grad prøve å unngå at de kan misforstås. Slik sett er den nye formuleringen mer korrekt i forhold til naturlig forståelse av ordlyden og intensjonene i NOU 1996:2 s.56-57.

Det er på grunnlag av dette god grunn til å anta at uttrykket ”presis” har liten egen betydning for avgrensingen mot rykter og spekulasjoner, og tillegg har den til viss grad kunne vært forvirrende for hvilke krav som var ment å gjelde for at det skulle foreligge innsideopplysninger. Hvis kravet var at opplysningene måtte være presise, hadde virkningen vært at investorer kunne ha informasjon av stor interesse uten å komme under innsidehandelsforbudet, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt. 3.5. Det å fjerne ”presise” har dermed vært med på å klargjøre regelen. Den nye formuleringen vil antagelig være med på å skjerpe aktørenes aktsomhet og omgang med innsideinformasjon og på sikt også medvirke til å styrke tillitten til markedet.

Et kriterium er altså at opplysningen må kvalitets og kildemessig ikke lenger være å anse som et rykte eller en hypotese. For eksempel må handleforbudet fortsatt avgrenses mot rykter og spekulasjoner om f.eks. en kommende fusjon eller oppkjøp, men derimot vil konkret kunnskap om at den omstendighet ryktet/spekulasjonen omhandler er riktig eller uriktig kunne være en innsideopplysning i lovens forstand, om de andre kriteriene er oppfylte (Sæbø: 1995 s.153).

3 Kravet til kurspåvirkningen

3.1 Om forståelsen av den tidligere bestemmelsen

3.1.1 Kravet til vesentlighet

Før endringen var det et selvstendig vilkår for at innsidehandelforbudet intrådte, at opplysningen var egnet til å påvirke kursen ”vesentlig”. Hensikten med uttrykket ”vesentlig” var blant annet å heve terskelen for opplysningene som rammes av innsidehandelforbudet. ”Vesentlig” er en rettslig standard som må anvendes konkret på det enkelte tilfelle. Det ble sagt om vesentlighetskravet da det gjaldt ”I norsk teori er vesentlighetskravet blitt formulert som et vilkår om at informasjonen er slik at en alminnelig fornuftig investor vil tillegge den vekt” (Reed: 1996: s.171). Kravet tilfredstilte også minimumsreglene i Rdir. 89/592/EØF om samordning av bestemmelser om innsidehandel, der det heter opplysninger ”som kan få vesentlig innvirkning”, art. 1 nr.1.

3.1.2 Hensikten med å fjerne vesentlighetskravet

Ved lov nr. 80/2000 ble kravet til kurspåvirkning endret gjennom at man tok vekk ”vesentlig” i vphl.§ 2-1 første ledd slik at det nå bare heter opplysninger ”som er egnet til å påvirke kursen”, der det før het ”egnet til å påvirke kursen vesentlig”

Vesentlighetskravet har fra myndighetenes, blant andre Kredittilsynet og Økokrims, side vært ansett som en av grunnene til at innsidehandelforbudet ikke har vært effektivt nok målt i antall domfellelser, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt. 1. Uttrykket ”vesentlig” ble fjernet etter forslag fra Kredittilsynet, utarbeidet sammen med Oslo Børs og Økokrim. Kredittilsynet uttalte at ”Etter Kredittilsynets vurdering bør man imidlertid av hensyn til hvilke transaksjoner som er egnet til å skade tilliten til markedet og av hensyn til bevisføringen ved håndhevelse av innsidehandelforbudet innføre et kvalifikasjonskrav som har en lavere terskel for hvilke opplysninger som rammes av forbudet enn normen etter dagens § 2-1 første ledd.”, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt. 3.3. For å opprettholde tillitten kan man ikke godta at noen misbruker innsideopplysninger, selv om ikke kurspåvirkelsen kan bli regnet som ”vesentlig”.

Kredittilsynet mente at det er nødvendig å forhindre ethvert misbruk av kurssensitiv informasjon som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent, og som er egnet til å gi noen aktør en ekstraordinær gevinst eller muligheten til å unngå et ekstraordinært tap på andre investorers bekostning, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt. 3.3.

Ifølge forarbeidene bør det avgjørende være at informasjonen etter sin art generelt er egnet til å innvirke på kursdannelsen. Dette ville etter Kredittilsynets syn gjøre vurderingen enklere, da det i de fleste tilfeller vil være vanskelig å bedømme hvordan den enkelte markedsaktør faktisk vil reagere på informasjonen det gjelder om den blir allment kjent eller offentlig tilgjengelig, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt. 3.3. Vesentlighetskravet har da vært med på å gjøre bedømmelsen vanskeligere.

Først foreslo Kredittilsynet å erstatte ”vesentlig” med ”merkbart”, men etter høringsrunden ble det også fjernet og man endte opp med den någjeldende formulering, uten noe uttrykt krav til opplysningens grad av kurspåvirkelse. Dette har også vært løsningen i dansk rett.

Endringene i vphl. § 2-1 første ledd har også som formål å klargjøre forståelsen av reglene om innsidehandel. Dette faktum ble også uttrykt i forarbeidene der Finansnæringens Hovedorganisasjon og Sparebankforeningen påpekte at ”egnet til å påvirke kursen” kunne medføre at vanskelige tolkningsspørsmål om rettslige standarder, som f.eks. ”merkbart” og ”vesentlig” for å bestemme graden av kurspåvirkning unngås, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt.3.4.

Det ble av Justisdepartementet vist til at bestemmelsen i vphl. § 2-1 i tillegg til å være en adferdsregel for aktørene i verdipapirmarkedet, også er en strafferettslig regel. Etter departementets syn medfører dette at bestemmelsen bør utformes presist, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt. 3.5. Derfor bør det også være en fordel med den nye ordlyden som unngår en rettslig standard i ”vesentlig”. Mot dette synspunkt var Norges Fondsmegler forbund som gjorde et poeng av at ”Begrepet ”vesentlig” er et velkjent kvalifikasjonskrav som benyttes i en rekke lover og forskrifter innenfor børs- og verdipapirrett...”. Det ble også poengtert at utenlandsk rett med unntak av Danmark opererer med et vesentlighetskrav, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt.3.4, og Rdir. 89/592/EØF art.1 nr.1 med ”vesentlig” som minstekrav.

3.2 Tolkningen og forståelsen av dagens bestemmelse

3.2.1 Generelt om formuleringen "egnet til å påvirke kursen"

Departementet foreslo etter høringsrunden at vesentlighetskravet skulle oppheves slik at handleforbudet etter endringen skulle omfatte de tilfeller der innsideopplysningene "er egnet til å påvirke kursen" på de finansielle instrumentene, jf. vphl. § 2-1 første ledd. Utgangspunktet for dagens bestemmelse er at all informasjon som er egnet til å påvirke den alminnelige investors investeringsbeslutning, i forhold til de finansielle instrumenter opplysningen gjelder, er omfattet av innsidehandelforbudet så lenge de andre vilkår er oppfylt. Kjernen i bestemmelsen blir at en aktør som forstår at han sitter på informasjon som er egnet til å påvirke kursen, må enten holde seg unna handel i det finansielle instrumentet eller utjevne informasjonsforskjellen for at det ikke skal foreligge et misbruk av "innsideopplysningen" (Vphl. Kommentartutgave: 2002: s. 89).

Det er altså tilstrekkelig at opplysningen i seg selv er "egnet til å påvirke kursen", for at den skal omfattes av handleforbudet, jf. vphl. § 2-1, 1. ledd, 1. pkt. "Kursen" er den pris som løpende noteres på den børs eller den autoriserte markedsplassen hvor instrumentet er notert og ikke nødvendigvis sluttkursen den enkelte dag (Verdipapirhandelloven Kommentartutgave: 2002: s.89-90). Om en opplysning skal ses som "egnet til å påvirke kursen" må bli avgjort etter en vurdering av om den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningen vekt. Dette er en objektiv målestokk og det bør spørres om opplysningen fra den alminnelige, rasjonelle investors side vil bli tillagt vekt, dersom den ble kjent for ham. Bedømmelsen skal ikke skje på en snever regnskapsmessig eller finasteoretisk betraktning (Verdipapirhandelloven Kommentartutgave: 2002, s. 90). Man må i vurderingen ta i betraktning hvilke finansielle instrumenter det er tale om og hvordan disse vanligvis svinger i kurs under rådende markedsforhold samt disses historiske volatilitet mer generelt. Det er altså en konkret vurdering som må foretas, og i prinsippet er det uvesentlig om det faktisk oppstår en kursbevegelse når informasjonene blir offentlig tilgjengelig eller allment kjent, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt.3.1.

Om opplysningen er "egnet" til å påvirke kursen skal ikke vise til den enkeltes subjektive vurdering av opplysningens betydning for kursen til det aktuelle finansielle instrumentet, men viser til en objektivisert vurdering av om informasjonen etter sin art og viktighet i alminnelighet må antas å være egnet til å påvirke kursen i markedet,

Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt.3.3. og (Verdipapirhandelloven Kommentartutgave: 2002, s. 90).

Ledelsen i utstederselskapene (av finansielle instrumenter) har som regel opplysninger om selskapets fremtidige planer, muligheter og utvikling som markedet ellers ikke har tilgang til. Et spørsmål blir da hvor konkret slik kunnskap må være før den er ”egnet til å påvirke kursen” slik at handleforbudet inntreffer. En stor del av slik kunnskap hos ledelsen er uten betydning for kursen på selskapets finansielle instrumenter inntil planene og mulighetene får et mer konkret innhold eller at det tas en beslutning om gjennomføring. Mindre konkrete planer vil stort sett ikke ”være egnet til å påvirke kursen” på de finansielle instrumentene og faller altså ikke inn under handleforbudet (Verdipapirhandelloven Kommentartutgave: 2002, s. 90). Det samme må gjelde for inngåelse av mindre avtaler og liknende i den daglige drift av selskapet som ikke er av særlig økonomisk eller strategisk karakter for selskapet. Informasjon om slikt er ikke egnet til å påvirke kursen. Derimot vil opplysninger om at selskapet har kommet inn i slutfasen av inngåelse eller avslutning av større kontrakter eller avtaler av større strategisk betydelse, f.eks avtale om en fusjon, kunne falle inn under ”innsideopplysninger”, da dette kan være med på å innvirke på den alminnelige rasjonelle investors oppfatning av selskapets verdi og dermed kursen på de finansielle instrumentene (Verdipapirhandelloven Kommentartutgave: 2002, s. 90). Kunnskap om slike opplysninger innebærer altså handleforbud for aktøren hvis de andre kravene til en ”innsideopplysning” i lovens forstand er tilstede. Om opplysningen anses som ”egnet til å påvirke kursen” må som sagt avgjøres etter en konkret vurdering.

Videre blir det fremhevet i Kredittilsynets rundskriv 22/2001 at kjennskap til tegningsintressen i en emisjon vil kunne anses som innsideinformasjon. Det gjelder også her såfremt denne kunnskap er egnet til å påvirke den alminnelige fornuftige investors oppfatning eller vurdering av verdien på det finansielle instrumentet. F.eks vil opplysninger om veldig stor interesse for å tegne seg i en emisjon kunne være egnet til å påvirke kursen positivt.

Det kan reises spørsmål om det forhold at selger eller kjøper er primærinnsider eller er selskapet i seg selv representerer innsideinformasjon i lovens forstand (Verdipapirhandelloven Kommentartutgave: 2002, s. 91). Det som gjelder her er at etter

omstendighetene kan opplysninger om at det er en primærinnsider som selger utgjøre innsideinformasjon, men det er ikke misbruk å ikke formidle dette i forkant. I vphl. § 3-1 pålegges nemlig primærinsiderne en ”post trade” meldeplikt d.v.s. at handelen først må offentliggjøres i etterkant, og det antas at man ikke kan stille et strengere krav gjennom innsidereglene (Verdipapirhandelloven, Kommentartutgave: 2002 s. 91.). Det faller utenfor oppgaven å drøfte videre om denne regelen.

3.2.2 Om dansk rett

Det blir også fremhevet at dansk rett ikke har noe kvalifikasjonskrav for kurspåvirkningen, og i diskusjonen forut for endringen av den danske Fondsbørsloven 1991, ble det av flertallet i Børsutvalget lagt til grunn at det å ikke ha et krav om vesentlighet ikke tidligere hadde medført ubegrunnede saker om innsidehandel, Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) pkt.3.2.4. Også i høringsnotatet fra Kredittilsynet blir det uttalt at denne regelen i dansk rett synes å ha fungert etter sin hensikt, Ot.prp. nr. 80 (2000-2001) pkt.3.2.4. De danske reglene om innsidehandel fremgår nå av lov om verdipapirhandel m.v. av 20. desember 1995. Det følger av lovens § 35 første ledd at ”køb, salg og tilskyndelse til køb og salg af værdipapirer må ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handelen” Det kreves altså ikke at opplysningen skal være av ”vesentlig” eller lignende betydning.

3.2.3 Sannsynlighetskrav til kurspåvirkningen

Selv uten ”vesentlig” må det stilles et sannsynlighetskrav til at opplysningen vil innvirke på kursen, selv om det er som Justisdepartementet sier det i Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt.3.5 ”Hvorvidt kursen faktisk endret seg er i prinsippet uvesentlig.” Vurderingstemaet må gå på om opplysningen er ”egnet til å påvirke kursen”. Den nye formuleringen innebærer en objektivisert vurdering av om den konkrete opplysningen etter sin art må forventes eller er egnet til å få eller bli tillagt betydning for om, og til hvilken kurs den alminnelige fornuftige investor ville handlet de berørte finansielle instrumentene hvis opplysningen ble kjent i markedet, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt. 3.5. Det bør også sies at selv om det etter ordlyden kan synes som at det dreier seg om opplysninger som hver for seg er egnet til påvirke kursen, må det altså legges til grunn en konkret totalvurdering. Om en markedsaktør får opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet og opplysningene hver for seg ikke er nok til

å påvirke kursen, må likevel aktøren være forhindret fra å handle hvis summen av innsideopplysningene er ”egnet til å påvirke kursen” (Reed: 1996: s.181). Dette ble sagt om kurspåvirkelsen da vesentlighetskravet fortsatt gjaldt, og da måtte summen av opplysningene være ”egnet til å påvirke kursen vesentlig”. Men dette må også gjelde med dagens bestemmelse. En markedsaktør som sitter på flere ”innsideopplysninger” som hver for seg ikke er egnet til å påvirke kursen, men har denne kurspåvirkelse sammen, må være forhindret i å handle. Etter endringen trenger den samlede påvirkningskraften heller ikke være egnet til å påvirke ”vesentlig”.

Hvor terskelen for innsideinformasjonens kurspåvirkning ligger etter den gjeldende bestemmelsen i vphl. § 2-1 første ledd, er ikke lett å angi eksakt. Ifølge forarbeidene blir det antatt at opplysningen må være egnet til å kunne få en betydning for kursdannelsen i det konkrete instrumentet i den forstand at man forutsetter mer enn et hypotetisk eller teoretisk utslag, Ot.prp nr.80 (2000-20001) pkt.3.3. Dette uttalte Kredittilsynet om endringsforslaget som inneholdt ”merkbart” som et krav til kurspåvirkelsen, men departementet uttaler at det også må følge av ”egnet til å påvirke kursen”, Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt.3.5.

3.2.4 Innskjerpelse av kravet til kurspåvirkning

Oslo børs sier kort om endringene i verdipapirhandelloven(og viser for øvrig til Kredittilsynets rundskriv 22/2001):

”Endringene er hovedsaklig ment å innebære en senket terskel for hvilke opplysninger som medfører handleforbud.” (fra info-skriv, oslo børs, hjemmeside: 2003: www.ose.no).

Med fjerningen av ”vesentlig” må man forutsette at kravet til kurspåvirkelsen er ment å praktiseres slik at fler opplysninger enn tidligere omfattes av forbudet. Det er blitt en lavere terskel for at en opplysning skal bli regnet som innsideopplysning i lovens forstand. Blant annet kan ”innsideopplysninger” i lovens forstand oppstå tidligere enn før ved ulike prosesser i f.eks. et selskap. Kredittilsynet sier i rundskriv 22/2001 ”Lovendringen vil innebære at tidspunktet for når det foreligger innsideinformasjon ved begivenheter som innebærer en utviklingsprosess (for eksempel overtakelsestilbud, fusjoner, emisjoner) vil kunne inntre tidligere.” F.eks. kan det faktum at et børsnotert

selskap har innledet samtaler om en fusjon kunne være ”egnet til å påvirke kursen” på selskapets aksjer, mens det faktisk at det bare handler om innledende samtaler kanskje hadde gjort at det ikke ville blitt vurdert som ”egnet til å påvirke kursen vesentlig”. Også andre opplysninger vil nå raskere kunne falle inn under innsidehandelsforbudet, for eksempel vil kjennskap til tegningsgraden i en emisjon eller kunnskap om en større ordre i andrehåndsmarkedet, fortære bli regnet som innsidehandel nå enn før endringen, jf. rundskriv 22/2001. Fjerningen av ”vesentlig” vil altså innebære at ”innsidere” må være forsiktigere enn før med å handle, da forbudet vil inntre på et tidligere stadium i mange situasjoner.

Et eksempel på virkninger av den nye ordlyden kan fås ved en kort sammenligning med opplysningsplikten etter børsforskriftens § 5-2 1.e ledd. Tidligere var det antatt at kravet til kursrelevans var noe høyere for innsideopplysninger enn for børsnoterte selskapers informasjonsplikt i henhold til Børsforskriftens § 5-2 1.e ledd, der det heter ”ikke uvesentlig”. Da ”vesentlig” er et hardere krav til kurspåvirkelsen kunne altså en opplysning være omfattet av selskapets opplysningsplikt uten at opplysningen nødvendigvis utgjorde innsideinformasjon i henhold til vphl. § 2-1 1.e ledd, jf. Bergo: 1998: s.500 og Cecilie Østensen i Tff 1998: s. 47 (Verdipapirhandelloven, Kommentartutgave: 2002 s. 91). Nå når det ikke lenger er noe krav til vesentlighet i vphl. § 2-1 så er det slik at handel kan være forbudt etter innsidereregelen uten at den dermed er omfattet av opplysningsplikten i børsforskriften. Terskelen for kurssensitivitet er etter någjeldende ordlyd betydelig senket, og ligger nå under kvalifikasjonskravet i børsforskriften § 5-2 1.e ledd. Som et eksempel kan man si at en forretningside som er under utvikling over lengre tid i et børsnotert selskap nå kan bli ”innsideopplysning” og medføre handelsforbud før den omfattes av informasjonsplikten. Noe som vanskelig kunne foreligge med et vesentlighetskrav til kurspåvirkelsen. Kurssensitiv informasjon vil nå altså kunne anses som innsideopplysning selv om opplysningsplikten ennå ikke er intruffet (Verdipapirhandelloven, Kommentartutgave: 2002 s. 91).

4 Konklusjoner

4.1 Oppnåelse av endringenes målsetninger

Det kan reises spørsmål om målsetningene med endringene i 2001 er oppnådd.

Norges Bank uttalte i forarbeidene at de vurderte det som viktig og positivt for tilliten til verdipapirmarkedet at man erstatter de gamle formuleringene med nye, mindre rigide krav, jf. Ot.prp. nr.80 (2000-2001) pkt.3.4. Endringene synes altså å skjerpe inn forbudet mot ulovlig innsidehandel.

Med endringen av kravet til opplysningens karakter har formålet vært å klargjøre bestemmelsen i vphl. § 2-1. Kriteriet ”presise” hadde tidligere liten egen betydning utover de grensene som allerede ligger i ordet ”opplysning” og kravet til kurspåvirkelsen. Likeså har uttrykket ”fortrolig” lett kunne blitt tolket som at det dreier seg om forretningshemmeligheter eller opplysninger som er taushetsbelagt av andre grunner. Dagens ordlyd må anses å være mer i overensstemmelse med formålet for innsidehandelbestemmelsen, og å ligger mye nærmere bestemmelsens kjerne. Jeg vil anta at endringen av kravet til opplysningens karakter har fått den effekt man ønsket med å klargjøre bestemmelsen og vil tro at den er lettere å forholde seg til for markedsaktørene da tolkningsmulighetene bør ha blitt færre.

Med endringen av kravet til kurspåvirkelsen har formålet vært å skjerpe inn og effektivisere innsidehandelbestemmelsen. Vesentlighetskravet var ansett som unødvendig høyt, noe som ble påpekt av flere av høringsinstansene ved utarbeidelsen av endringen i vphl. 2001. Jeg mener at innskjerpelsen av kravet til kurspåvirkelse vil være med på å gjøre innsidehandelbestemmelsen mer effektiv og lettere å håndtere, og at endringen dermed har vært formålsenlig, selv om det ennå er vanskelig å si utifra den korte tid bestemmelsen har vært gjeldende.

Siden det har vært få eller ingen relevante dommer som har omhandlet vphl. § 2-1 etter endringen i 2001 må det være for tidlig å konkludere med at det er enklere å domfelle noen for å ha misbrukt innsideinformasjon enn tidligere. Jeg vurderer det likevel slik at også domstolene vil finne det lettere å anse en opplysning som forbudt å handle på etter

endringen av innsidehandelbestemmelsen i vphl. § 2-1 første ledd. Noe av usikkerheten rundt bruken av bestemmelsen og vurderingen av den rettslige standarden ”vesentlig” bør også være borte etter at loven ble endret. Jeg antar at de straffedommer som er avsagt på verdipapirhandellovens område i løpet av de siste 18-24 måneder, samt de aktuelle lovendringene, hver for seg og samlet har medført en sterkere allmenn preventiv virkning. Det var også i etterkant av endringene i 2001 flere henvendelser fra markedsaktører om hvordan de nye reglene skulle forstås og omfanget av disse. Så endringsloven lov nr. 80/2000 har i viss grad bidratt til å bedre forståelsen og har også hatt en oppdragende effekt i forhold til markedaktørene.

Som en helhet mener jeg at bestemmelsen om innsidehandel etter endringen i vphl. § 2-1 første ledd, første pkt. i 2001 har vært med på å ytterligere bidra til en sikker, effektiv og ordnet handel gjennom å ha klargjort, skjerpet og dermed effektivisert innsidehandelbestemmelsen. Endringene har sånn sett vært hensiktsmessige, og har bidratt til å oppfylle formålene med innsidebestemmelsene og målet om å ha et sikkert og velfungerende marked med tillitt blant aktørene. Hvor store virkningene av endringene har i seg selv er vanskelig å si noe om, da de inngår som en liten del i et helt system av markedsovervåkning, holdningsskapning og lovgivning.

4.2 De lege ferenda synspunkter

For en del år siden hadde vi innsideregler som ble ansett som lite effektive, spesielt på slutten av 80- og begynnelsen av 90- tallet. De siste årene har dette blitt bedre og det må antas at det blant annet har bakgrunn i de skjerpede bestemmelsene som har vært gjennomført i de senere år. Det virker stort sett som markedsaktører og offentlige organer oppfatter dagens bestemmelser som hensiktsmessige. Det er idag relativt få innsidesaker ved Oslo Børs. Dette kan også ha bakgrunn i at innsidebestemmelsen har fått en strafferettslig side. Denne bidrar til at risikoen med å bryte handelforbudet blir større og at innsidehandel dermed alt i alt ikke lønner seg. Jeg tror at man kan si at Norge idag har forholdsvis klare og effektive regler om innsidehandel sammenlignet med andre land. Det som først og fremst kan komme til å føre til nye endringer i reglene er eventuelle innskjerpelser fra EU, gjennom EØS- regler. Eller at det viser seg at også dagens bestemmelser, med endringene i 2001, i praksis vil vise seg mindre effektive enn ønskelig, noe det er for tidlig å trekke klare konklusjoner om.

5 Litteraturliste

- Ot.prp. nr.80 (2000-2001) om lov om endringer i lov 9. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel mv.)
- Ot.prp. nr.72 (1990-91) om lov om endringer i lov av 14.juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel m.v.
- Innst. O. nr.111 (2000-2001) om lov om endringer i lov 19.juni 1997 nr.79 om verdipapirhandel(tiltak mot ulovlig innsidehandel
- NOU 1996:2 Verdipapirhandel
- *Verdipapirhandelloven - Kommentartutgave*: Tor Bechman, Knut Bergo m.fl.: Oslo 2002
- *Straffbar innsidehandel*: Bjørn Gabriel Reed: Oslo 1996
- *Innsidehandel med verdipapir*: Rune Sæbø: UiB, Bergen 1995
- *Børs- og Verdipapirrett*: Knut Bergo: Bergen 1998
- Kredittilsynet – Rundskriv 22/2001
- Kredittilsynet – Rundskriv 14/98

Nettsider:

- www.okokrim.no
- www.ose.no

Lover:

- 1997 lov om verdipapirhandel(tiltak mot ulovlig innsidehandel) 19.juni 1997 nr.79 § 2-1 1. ledd 1. pkt.

Direktiver:

Rdir. 89/592/EØF om samordning av bestemmelser om innsidehandler

Forskrifter:

- Børsforskriften av 17. januar 1994 nr. 30

(<http://www.jus.uio.no/sekr/studieinformasjon/fagsider/spesialoppgave/retningslinjer>)